

アナリストの在り方

～機能、体制、課題、そして期待



令和6年10月1日
株式会社資本市場研究所きずな

アナリスト業務の全体像とルールについて

資本市場は、情報とデータを主要言語として資金がプレイヤー間を移動している世界だが、近年は情報伝達技術や手段の多様化で、より大量により適時に情報が投資家に提供されるようになってきた。

その情報やデータを分析して投資家に伝えるのがアナリストの仕事だが、本誌においてはアナリスト業務に対するフェア・ディスクロージャー・ルール(以下、FDルール)導入を契機に2016年9月に「証券アナリストとは何か～規制強化の背景と役割について」を示した。今回は、より資本市場に情報が溢れるようになった現状を踏まえ、アナリストの在り方について見直したい。

証券アナリストの定義は、市場や業界・企業などの分析を行い、投資家に伝える役割を担う者を指すが、資格面では「(公社)日本証券アナリスト協会(以下、アナリスト協会)」が認定する者で、本年8月現在、約2.9万人の認定者がおり、2024年の資格認定者は約3千人となっている。これは、証券外務員資格数約38万人、AFP資格者数15.8

万人(CFPは2.6万人)に比べ少ないが、実際のアナリストレポートを作成しているものの数は更に限られており、野村グループのアナリスト(レポートを定期的に作成するもの)が約200名としているので、多くても機関投資家などバイサイドを含めて2千名程度ではないかと推測される。

アナリストの全体像を下図に示してみた。

アナリストとしての呼び方は、証券会社や金融機関に属して分析を行うセルサイドアナリストや、生保や損保、資産運用会社に属するバイサイドアナリストが一般的に使われているが、業務としては企業分析や市場分析が中心になっている。企業分析については、よくアナリストカバー銘柄数の不足が市場関係者から指摘されるが、実際は約38百社ある上場会社のうちカバーされているのは約9百社程度とみられる。格付機関や独立系リサーチに属するアナリストは、主に企業から依頼されて分析を行うが、格付機関では信用力調査やクレジット・リスク判断が中心になっている。独立系リサーチでも、主要アナリストがカバーしていない企業が依頼するスポンサードレポート作成が増加して

いる。

アナリストに対する法的規制は2000年以前にはなかったが、米国において高格付けを取得していたエンロンやワールドコムが2002年に突然、粉飾決算で破綻した事件を受け、2003年9月IOSCO(証券監督者国際機構)により「信用格付機関の活動に関する原則」や「セルサイド証券アナリストの利益相反に対処するための原則」が公表された。日本においても2002年1月に日本証券業協会によるアナリストレポートの取扱い等に関する規則が策定され、2016年9月にはFDルールを取り込んだガイドラインが公表されている。

アナリストの全体像（概略）

アナリスト協会 会員数 約2.9万人

所属

証券会社及び
系列リサーチ

金融機関及び
系列リサーチ

機関投資家及び
系列リサーチ

格付け機関

独立系
リサーチ

名称

セルサイドアナリスト

バイサイドアナ
リスト

クレジット・
アナリスト

独立系
アナリスト

業務

企業分析

市場分析

信用力分析

ルール

証券アナリスト職業行為基準（アナリスト協会、2019年4月）

アナリスト・レポートの取扱い等に関する
規則（証券業協会、2002年1月）

協会員のアナリストによる発行体への取材
等及び情報伝達行為に関するガイドライン
（証券業協会、2016年9月）

スチュワードシッ
プとしてのコミュ
ニケーション

信用格付機関の活
動に関する原則
（IOSCO、2003年9
月）

評価

投資家評価

企業評価

アナリスト・
ランキング

アナリスト業務の問題点

資本市場において情報の非対称性が段階的に解消されており、投資家が情報分析をより重要視していく中で、分析の専門家としてアナリストに対する期待は強く、証券会社や金融機関においてはアナリスト資格取得が組織的に行われてきた。一方、アナリストの使い方に関する問題も時として顕在化している。

エンロン・ワールドコム事件においては、優秀なアナリストを揃えているはずの格付機関が何故彼らの不正経理を見抜けなかったのか、2008年のリーマンショックの主因となったサブプライム・ローン商品の信用リスク評価では、クレジットアナリストが機能していたのか、など時としてアナリスト利用に関わる重要な問題が発生している。

格付機関の企業格付業務は投資家の利用を前提として行われるが、その費用は格付対象となる企業が支払っている。その為、利益相反問題が発生しやすい構造になっているが、格付やアナリストレポートに対して、格付機関と

しての組織的なチェックが行われる。

セルサイドアナリストに関する問題点と対策については、次のようなことが考えられる。

◆分析の質の確保:アナリストレポートにコンプライアンス上問題の表現がないか、内容や評価が適正かつ合理的であるか、レーティングや目標株価の根拠・目標達成期間などの明示があるか、などの社内審査が必要。

◆利益相反:アナリスト及び証券会社を対象会社と重大な利益相反の関係にある場合には、その内容を当該アナリストレポートに記載。引受業務で当該会社の主幹事証券になった場合も同様。

◆独立の維持:アナリストの意見の独立性を確保する観点から、適切な組織体制及び報酬体系を整備し、社内において他部門から独立性が阻害されることのないよう指導及び監督。また、アナリストが引受部門及び投資銀行部門の業務へ関与することを禁止。他部門がアナリストレポート

の作成や一定の評価について顧客企業と約束することを禁止。

◆情報管理の徹底:アナリストが取材で担当会社の未公開の法人関係情報を取得した場合、ガイドラインに従って適切に管理・処置。例えば、重要情報の管理方法、アナリストが他の部門の業務に携わる場合の手続き及び行為規制、調査部門から他の部門に重要情報を伝達する場合の手続き及び行為規制など。また、公表等前のアナリストレポートを対象会社に対して事前通知することを禁止。

バイサイドのアナリスト業務については、本来は資産運用の為の分析が中心になるが、スチュワードシップ・コードなどの推進により、機関投資家側も上場会社との企業価値向上に向けた会話の促進が求められており、これを実践していくのはバイサイドアナリストが中心になるので、業界のより専門的知識が必要になっている。

アナリスト業務の問題点

分析の質の確保

- ・ 内部機能として社内審査
- ・ 外部チェック機能として投資家、企業による評価

利益相反

- ・ アナリスト、組織それぞれの利益相反を明示
- ・ 引受業務やM&A業務についても上記と同様
- ・ レポート報酬の明確化

独立の維持

- ・ 適切な組織体制と報酬体系の整備
- ・ 社内における独立性阻害要因を監視

情報管理の徹底

- ・ 法人関係情報の取得についてはガイドラインで管理
- ・ レポート公表時期については、厳格に管理

アナリストに関する行政処分事例

月日	証券会社	アナリストの行政処分行為
2015年12月	ドイツ証券	(1) 法人関係情報の管理に不備 (2) 法人関係情報を提供した勧誘
2016年4月	クレディ・スイス証券	(1) 法人関係情報の管理に不備 (2) 法人関係情報を提供した勧誘
2017年12月	岩井コスモ証券	(1) 公表前のレーティング情報で一部顧客を勧誘 (2) 上記(1)の行為を10年以上継続 (3) 不適切な勧誘行為が長期間行われこと (4) 経営陣による不十分な態勢整備

アナリスト機能と分業

アナリスト機能について実務的に検討したい。

一部の金融機関や機関投資家などでは、アナリスト業務改革として部分的にデータサイエンティストの活用が始まっている。

データサイエンティストの主な機能は、①ビッグデータの収集と前処理②データから予測モデルを作成し、アルゴリズムを開発③データを解析④データ分析のためのシステムやインフラを設計・構築などだが、アナリスト業務における利用は現時点で①若しくは③の一部に留まっている。

その主な理由は、アナリストスキルでは財務分析や金融市場の理解が必要で、顧客とのコミュニケーション能力も求められている一方、データサイエンティストについては、より深い統計学若しくは数学的知識が必要で、プログラミングスキルやデータベース管理能力も問われる。つまり基本的スキルが異なっているので、アナリスト業務におけるデータサイエンティスト利用の利点はあると言われている。

下図は、アナリストによる一般的な企業分析プロセスと

現状の業務体制を示したものだが、次の様な流れになっている。

1. 情報収集:

情報収集の基本は有報や決算短信などの法定開示で、加えて関係する経済指標や業界レポート、ニュースなどで企業を取り巻く環境に関する情報や経営陣とのインタビュー・カンファレンスコールなどによる情報取得などがある。最近では、オルタナティブデータの活用も盛んになってきたが、外部調査機関や情報ベンダーが提供することもある。

2. 財務分析:

収集した情報を基に、収益性、流動性、財務健全性、キャッシュフローの企業の財務状況を詳細に分析し、企業の経営状況を評価する。

3. 業界分析:

企業が属する業界全体の動向を分析する。市場規模、成長率、競合他社の状況、規制環境などを評価し、企業の競争力を判断するが、業界のトレンドやリスク要因を把握

することも重要とされる。

4. モデル作成:

財務データや業界データを基に、企業の将来の業績を予測するためのモデルを作成する。これには、収益予測、キャッシュフローモデル、バリュエーションモデルなどが含まれ、さまざまなシナリオを想定し、企業の将来のパフォーマンスを評価する。

5. レポート作成:

分析結果を基に、投資家や企業経営陣に向けたレポートを作成する。

6. 投資アドバイス:

作成したレポートを基に、投資家や経営陣に対して投資戦略やリスク管理の方法について助言するが、重要なことは其々とのコミュニケーションを維持することだ。

7. 継続的なモニタリング:

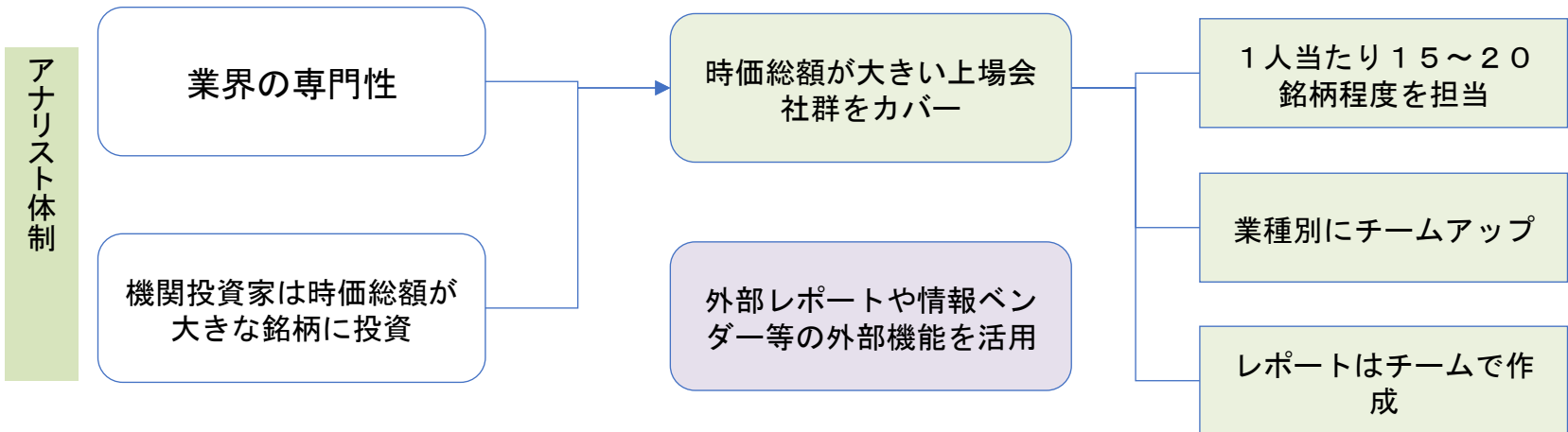
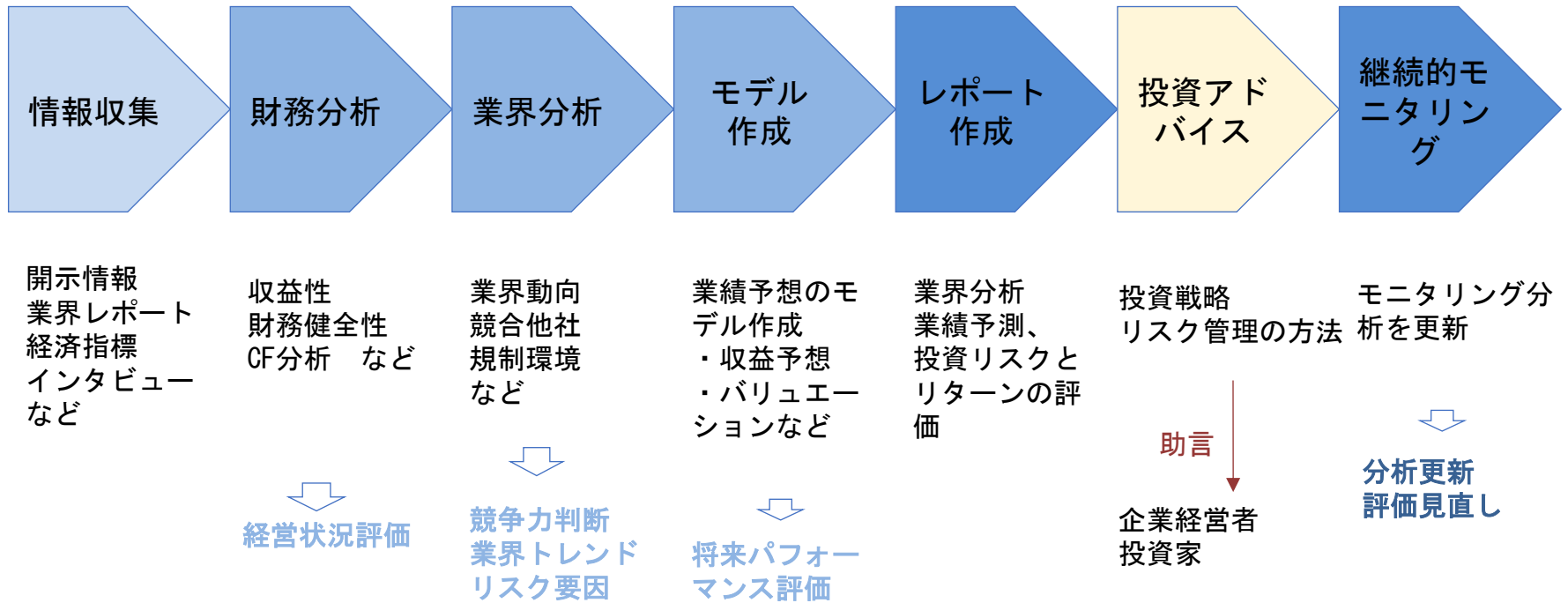
企業や業界の状況は常に変化するため、アナリストは

継続的に情報をモニタリングし、必要に応じて分析を更新する。

以上のプロセスをアナリストとして完結させていくためには、数的限界とマンパワーの量的かつ質的問題があり、その為、通常アナリストは業種別・対象金融商品別にチームアップされている。

可能な限りカバーする対象を増やし説得性のある分析を行う為には、社内及び社外機能を上手く使うことも必要な能力となっている。

企業分析プロセスと主なアナリスト体制



課題とアナリスト進化の未来像

アナリストは市場と投資家の間に立って、情報を分析し予想する重要な役割を担っている。例えば、企業分析におけるアナリスト予想に対する調査では、予想の平均値と実際の企業業績との乖離は、カバーするアナリストが多いほど小さいとの結果もある。

しかし、上場会社のアナリストカバーを行おうとする場合、前章で説明したような分析プロセスが必要なため、相応の費用負担が想定される。その為、バイサイドでもセルサイドにおいても費用に見合う取引規模を前提にカバーを行うことが一般的で、結果、時価総額の大きい上場会社800～900社(概ね時価総額1千億円以上)にカバーされる銘柄が偏る傾向が強い。

アナリストに関わる一番目の課題はアナリストカバーが不足している問題だが、このような状況を打開する目的で、東京証券取引所においては証券アナリストセンターが中小型銘柄や新興市場におけるレポートを作成することを支援しており、8月26日現在で628社分のレポートが作成

されている(継続的にアップデートされるものは一部に限定)。また、IR活動の一環として上場会社が独立系調査会社に依頼して分析結果を公表するスポンサードレポートがあるが、投資家から見て分析の客観性などが課題となっている。

2番目の課題としてアナリストコストの問題があり、分析にかかる費用について、誰がどのように負担するかということが投資家サイドにとっても課題となっている。例えば、取引慣行としてのソフトダラーは、機関投資家が支払う売買委託手数料にアナリストレポートや電子情報端末などの付加的なサービス費用を含めるものだが、主要機関投資家においてはソフトダラーを避け、アナリストコストを個別に負担する動きもある。

投資家からアナリスト組織が求められることは、より多くの分析をカバーして、発信する情報の質を上げることだろうが、その為には独自のアナリスト戦略策定が重要になってくる。

その解の一つがアナリスト業務のアンバンドリングで、

アナリスト組織内の分業や一部業務アウトソーシング、情報ベンダーの活用などは既に始まっている。分析プロセスと社内資源、アウトプットが明確化されれば、事業戦略としてアナリスト業務アンバンドリングを進めることも可能となる。

アナリスト戦略のもう一つの解は、アナリスト業務DXではないかと考えるが、同様の動きは金融機関の融資審査業務や監査法人の監査業務の一部で行われ始めている。企業分析におけるDXについては、情報収集や財務分析の情報は、XBRL化された有価証券報告書などの法的開示と決算短信などの取引所適時開示からの取得が中核になっており、RPAを利用すればこの部分はリアルタイムで情報取得・比較が容易になっている。更に同業他社比較や業績予想をAIにより学習させれば、市場分析やモデル作成までは効率よく分析を進めることが出来、アナリストは顧客とのコミュニケーションに重点をおくことが可能となる。

情報産業の一種である資本市場業務において、AIの進化におくれることなく、利用が戦略的に進むことに期待したい。

アナリストに係わる課題

